

EQUITY RESEARCH

UPDATE

Production | 04.08.2026, h. 18:30
Published | 05.08.2026, h. 07:00

Kruso Kapital

Euronext Milan | Pawn Credit | Italy

Rating

 **BUY**

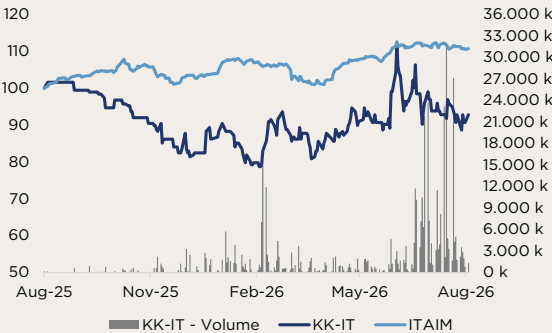
Target Price

€ 0,030

Key Metrics	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	4,9x	6,9x	5,1x	4,1x
P/BV	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x
ROA	4,2%	2,7%	3,3%	3,8%
ROE	15,1%	9,7%	11,5%	12,5%
ROTE	83,5%	34,4%	32,6%	29,5%

Key Financials (€/mln)	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Interest Margin	14,21	13,70	14,75	16,05
Brokerage Margin	35,78	36,85	40,35	43,70
Net Income	8,78	6,25	8,40	10,45
Equity	58,25	64,50	72,90	83,35
Average Loans	149,52	164,33	181,30	197,55
Financial Liabilities	156,75	175,70	189,10	204,25
Cost/Income %	61,2%	73,3%	67,4%	62,6%
Brokerage Margin %	23,9%	22,4%	22,3%	22,1%

Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



Stock Data

Risk	Medium
Price	€ 0,018
Target Price	€ 0,030
Upside/(Downside) potential	70,2%
Ticker	KK IM
Market Cap (€/mln)	€ 42,93
Implied Market Cap (€/mln)	€ 73,08
Free Float (% on ordinary shares)	31,5%
Shares Outstanding	2.411.740.114
52-week high	€ 0,022
52-week low	€ 0,015
Average Daily Volumes (3 months)	4.430.506

Mattia Petracca | mattia.petracca@integraesim.it
Alessandro Colombo | alessandro.colombo@integraesim.it

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
Absolute	-1,1%	2,0%	17,9%	-7,2%
to FTSE Italia Growth	0,0%	-0,6%	14,1%	-18,0%
to Euronext STAR Milan	-1,2%	-3,9%	18,6%	-16,2%
to FTSE All-Share	-1,0%	-7,4%	5,1%	-38,0%
to EUROSTOXX	-2,3%	-8,3%	9,7%	-32,8%
to MSCI World Index	-2,3%	-3,5%	8,8%	-29,4%

Source: FactSet

1H26A results

A seguito del completamento dell'OPAS su Banca Sistema, della ridefinizione dell'azionariato e del passaggio a Euronext Milan, Kruso Kapital opera oggi con un profilo societario più autonomo e con una maggiore liquidità del titolo, come evidenziato dal significativo incremento dei volumi registrato negli ultimi mesi. I risultati del 1H26A confermano la solidità del business sottostante, con impieghi pari a € 170,5 mln, in crescita dell'11,5% YoY e del 9,9% rispetto al FY25A. L'Interest Margin si attesta a € 8,05 mln, in aumento del 21,7%, sostenuto dalla crescita degli interessi attivi e dal crescente contributo di CEP in Portogallo, mentre il Brokerage Margin raggiunge € 18,48 mln, in progresso del 7,0%, nonostante il minor contributo delle aste in Italia e di Kruso Art. Il Net Income è pari a € 4,38 mln, sostanzialmente stabile rispetto al 1H25A, a fronte di costi operativi in aumento del 9,8% per il rafforzamento della struttura stand-alone e della nuova governance. Includendo la componente variabile delle remunerazioni non ancora contabilizzata, il Net Income pro-forma sarebbe pari a € 3,50 mln. La struttura patrimoniale resta solida, con patrimonio netto pari a € 62,63 mln, TCR al 30,8% e TCR pro-forma CRR3 al 17,6%. Successivamente alla chiusura del semestre, la riapertura del prestito obbligazionario ha portato la raccolta complessiva a € 20,00 mln, rafforzando il percorso di diversificazione del funding.

Estimates Update, Valuation and Rating

Alla luce dei risultati del primo semestre, confermiamo le nostre stime per il periodo FY26E-FY28E. Gli impieghi di fine giugno risultano già prossimi alla nostra previsione FY26E di € 173,50 mln, mentre il Brokerage Margin realizzato nel semestre implica un contributo nel 2H26 sostanzialmente in linea con quello del 1H26A per il raggiungimento della stima annuale di € 36,85 mln. Manteniamo tuttavia un approccio prudente sulla redditività della seconda parte dell'anno, incorporando il progressivo aumento del costo della raccolta, il pieno effetto dei costi della struttura stand-alone e la componente variabile delle remunerazioni. Stimiamo pertanto un Net Income pari a € 6,25 mln nel FY26E, in temporanea flessione rispetto a € 8,78 mln nel FY25A, seguito da un recupero a € 8,40 mln nel FY27E e a € 10,45 mln nel FY28E, sostenuto dalla crescita degli impieghi e dal progressivo miglioramento del Cost/Income.

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Kruso Kapital utilizzando il metodo DCF e un approccio basato sui multipli di mercato, utilizzando come riferimento principale un panel di operatori quotati attivi nel pawnbroking e secured lending retail. Ne deriva quindi un **equity value di € 73,08 mln. Il target price è pari a € 0,030, rating BUY e risk MEDIUM.**

Economics & Financials

TABLE 1 - ECONOMICS & FINANCIALS

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Interest income	15,06	18,66	21,35	23,95	26,65
Interest expenses	4,64	4,45	7,65	9,20	10,60
Interest Margin	10,43	14,21	13,70	14,75	16,05
Fee income	14,43	21,91	23,50	26,00	28,10
Fee expenses	0,16	0,34	0,35	0,40	0,45
Brokerage Margin	24,70	35,78	36,85	40,35	43,70
Other operating income (expenses)	(0,09)	(0,14)	(0,20)	(0,25)	(0,30)
Gross Profit	24,61	35,64	36,65	40,10	43,40
Employees	8,56	9,53	13,40	13,50	13,60
SG&A	7,60	9,93	11,00	11,15	11,25
D&A	1,80	2,77	2,85	2,90	2,95
Other operating costs	(0,93)	(0,33)	(0,25)	(0,35)	(0,45)
Income (loss) from equity investments	0,00	0,19	0,00	0,00	0,00
EBT	7,58	13,92	9,65	12,90	16,05
Taxes	3,08	5,14	3,40	4,50	5,60
Net Income	4,50	8,78	6,25	8,40	10,45
CONSOLIDATED BALANCE SHEET (€/mln)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Cash & cash equivalents	9,02	8,46	15,95	22,85	32,35
Financial assets valued at amortised cost	143,88	155,16	173,50	189,10	206,00
Fixed assets	47,88	47,63	47,00	46,30	45,50
Other assets	3,71	3,75	3,75	3,75	3,75
TOTAL ASSETS	204,48	215,00	240,20	262,00	287,60
Share capital	141,83	134,69	152,00	163,00	176,00
Reserves	23,16	24,61	24,61	24,61	24,61
Net Income	21,80	24,87	33,64	39,89	48,29
Equity	4,50	8,78	6,25	8,40	10,45
Financial liabilities valued at amortised cost	49,46	58,25	64,50	72,90	83,35
Other liabilities	11,35	20,41	22,00	24,35	26,45
Severance & other provisions	1,84	1,65	1,70	1,75	1,80
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	204,48	215,00	240,20	262,00	287,60
Ratios	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
Average Loans	132,66	149,52	164,33	181,30	197,55
Total Liabilities	155,03	156,75	175,70	189,10	204,25
Brokerage Margin %	18,6%	23,9%	22,4%	22,3%	22,1%
Cost/Income %	68,9%	61,2%	73,3%	67,4%	62,6%
ROA	2,4%	4,2%	2,7%	3,3%	3,8%
ROE	9,1%	15,1%	9,7%	11,5%	12,5%
ROTE	52,3%	83,5%	34,4%	32,6%	29,5%
P/E	9,5x	4,9x	6,9x	5,1x	4,1x
P/BV	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x

Company Overview

Kruso Kapital SpA, quotata sul mercato regolamentato Euronext Milan, è un operatore specializzato nel credito su pegno e nel mercato delle case d'asta di preziosi, opere d'arte e beni da collezione. La Società è attiva nella valutazione e nel finanziamento di beni di valore, offrendo prestiti garantiti da oggetti posti a collaterale attraverso una struttura multicanale e una presenza fisica articolata in Italia, Grecia e Portogallo.

Nel credito su pegno, il Gruppo opera attraverso il marchio ProntoPegno in Italia e in Grecia e mediante Crédito Económico Popular in Portogallo, società acquisita nel 2024 e ormai pienamente integrata nel perimetro operativo. Attraverso Kruso Art, il Gruppo è inoltre attivo nel mercato delle aste di arte moderna, contemporanea e antica, oltre che in segmenti da collezione quali luxury fashion e design.

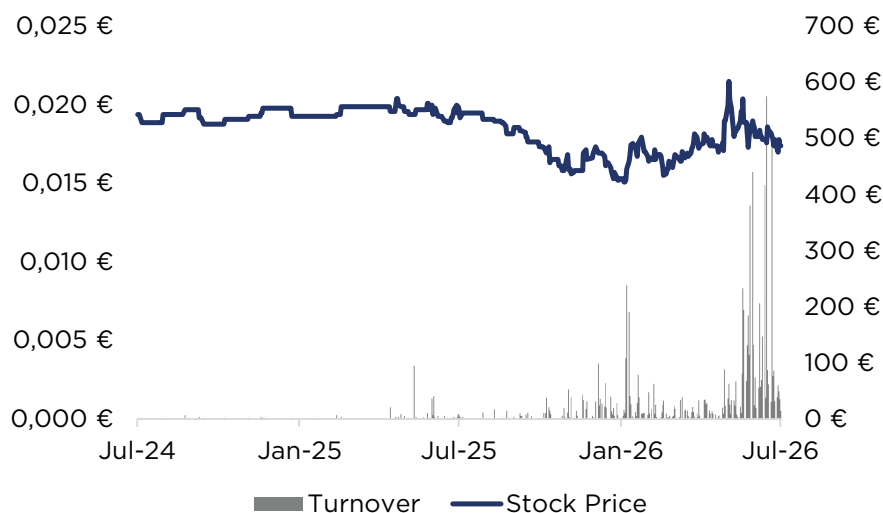
A seguito dell'OPAS promossa da Banca CF+ su Banca Sistema e del conseguente riassetto della catena partecipativa, Kruso Kapital ha avviato un percorso di progressiva autonomia operativa e finanziaria, accompagnato dal passaggio da Euronext Growth Milan a Euronext Milan, completato nel giugno 2026. La nuova configurazione societaria si inserisce in una strategia focalizzata sulla crescita degli impieghi, sull'espansione della rete commerciale, sul rafforzamento delle controllate estere e sulla diversificazione delle fonti di funding, con un ricorso crescente a linee bancarie esterne, Credit Linked Notes e obbligazioni.

Al 30 giugno 2026, Kruso Kapital dispone di una rete complessiva di 34 filiali, di cui 16 in Italia, due in Grecia e 16 in Portogallo, e impiega 159 risorse.

Nuovo azionariato e liquidità del titolo

Il completamento dell'OPAS promossa da Banca CF+ su Banca Sistema ha determinato una profonda modifica dell'assetto proprietario di Kruso Kapital, ampliando la base azionaria e favorendo una maggiore diffusione del titolo sul mercato. Il trasferimento di azioni Kruso agli azionisti di Banca Sistema aderenti all'offerta ha infatti ridotto la concentrazione precedentemente riconducibile al controllo di gruppo, contribuendo a incrementare il flottante e a rendere il titolo maggiormente accessibile a una platea più ampia di investitori. Tale evoluzione è stata accompagnata dal frazionamento azionario completato nel maggio 2026 e dal successivo passaggio a Euronext Milan, avvenuto nel mese di giugno, con l'obiettivo di migliorare la visibilità della Società e l'accesso al mercato dei capitali.

CHART 1 - KRUSO KAPITAL STOCK PRICE AND TURNOVER (000) EVOLUTION



Source: FactSet, Integree SIM elaboration

Come evidenziato dal grafico, il nuovo assetto societario si è riflesso in un netto incremento dei volumi scambiati. Dopo una prima accelerazione successiva all'annuncio dell'OPAS nel giugno 2025, gli scambi sono aumentati in misura più significativa tra la primavera e l'estate del 2026, in concomitanza con il perfezionamento dell'operazione, la ridefinizione dell'azionariato e il translisting sul mercato regolamentato. Rispetto alla precedente configurazione, caratterizzata da una liquidità ridotta e da volumi prevalentemente episodici, il titolo mostra oggi una maggiore continuità degli scambi e una più elevata capacità di price discovery.

L'aumento della liquidità non si è tuttavia tradotto finora in un apprezzamento stabile delle quotazioni. Il titolo ha continuato a evidenziare una volatilità significativa, anche per effetto della redistribuzione sul mercato delle azioni ricevute dagli ex azionisti di Banca Sistema e della conseguente fase di assestamento della nuova base azionaria. Nel complesso, il rafforzamento dei volumi rappresenta comunque un elemento favorevole per il profilo di investibilità di Kruso Kapital, riducendo progressivamente uno dei principali limiti storici del titolo e creando le condizioni per una più efficiente valorizzazione dei fondamentali nel medio periodo.

Risultati 1H26A

TABLE 2 - 1H26A RESULTS

€/mln	Interest Margin	Brokerage Margin	Brokerage Margin %	EBT	Net Income	Average Loans
1H26A	8,05	18,48	22,7%	6,77	4,38	162,83
1H25A	6,62	17,27	23,3%	6,81	4,39	148,37
<i>Change</i>	<i>21,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>9,7%</i>

Source: Kruso Kapital, Integrae SIM elaboration

Il primo semestre 2026 si chiude con una crescita sostenuta degli impieghi e del Brokerage Margin, a conferma del positivo andamento del core business nelle principali geografie operative. Al 30 giugno 2026, Kruso Kapital gestisce circa 96,2 mila polizze di credito su pegno, di cui 78,3 mila in Italia, 17,3 mila in Portogallo e circa 580 in Grecia, per impieghi complessivi pari a € 170,50 mln, in aumento dell'11,5% rispetto al 30 giugno 2025 e del 9,9% rispetto ai € 155,16 mln registrati al 31 dicembre 2025. Gli Average Loans si attestano a € 162,83 mln, in crescita del 9,7% rispetto a € 148,37 mln nel 1H25A, beneficiando dello sviluppo dell'attività in Italia e, soprattutto, del crescente contributo di CEP in Portogallo.

L'Interest Margin cresce del 21,7% a € 8,05 mln, rispetto a € 6,62 mln nel 1H25A, sostenuto dall'incremento del 15,4% degli interessi attivi e dalla lieve riduzione degli interessi passivi. La dinamica positiva è riconducibile in misura rilevante a CEP, che registra una crescita degli interessi attivi del 44,0% YoY grazie agli effetti delle iniziative di rebranding e marketing avviate nel 2025, mentre il contributo italiano risente per circa € 0,12 mln dell'assorbimento del premio pagato per l'acquisizione del portafoglio di crediti su pegno in Liguria. Le commissioni nette si attestano a € 10,44 mln, in lieve flessione dell'1,5% rispetto a € 10,60 mln nel precedente semestre, a causa del minor contributo delle aste di credito su pegno in Italia, passate da 40 nel 1H25A a 29 nel 1H26A, e della temporanea riduzione dell'attività di Kruso Art conseguente al trasferimento nella nuova sede di Milano, con parte delle aste rinviata alla seconda metà dell'esercizio. Tale andamento è stato in parte compensato dalla forte crescita delle commissioni generate da CEP, pari al +83,0% YoY, mentre le commissioni passive hanno risentito delle fee connesse alle nuove operazioni di funding.

Il Brokerage Margin raggiunge pertanto € 18,48 mln, in crescita del 7,0% rispetto a € 17,27 mln nel 1H25A. Rapportato agli Average Loans, il Brokerage Margin % annualizzato si attesta al 22,7%, rispetto al 23,3% del precedente semestre, con una riduzione principalmente riconducibile alla minore attività d'asta e alla crescita degli impieghi più rapida rispetto a quella della componente commissionale. Nel complesso, il dato evidenzia la capacità della crescita del credito su pegno di compensare la temporanea debolezza del canale aste, preservando una marginalità ancora elevata.

I costi operativi ammontano a € 11,61 mln, in aumento del 9,8% rispetto a € 10,58 mln nel 1H25A. Le spese per il personale crescono del 17,8% a € 5,54 mln, riflettendo l'incremento dell'organico da 145 a 159 risorse e il rafforzamento della struttura organizzativa e di governance necessario per supportare il nuovo assetto stand-alone. Le altre spese amministrative, pari a € 6,68 mln, registrano un incremento del 43,4%, includendo circa € 1,60 mln di costi non ricorrenti connessi al passaggio su Euronext Milan, sostanzialmente compensati nella voce Other operating costs (income) dagli impegni assunti da Banca CF+, e circa € 0,30 mln relativi alla conclusione del contratto di outsourcing con Banca Sistema.

L'EBT risulta quindi sostanzialmente stabile a € 6,77 mln, rispetto a € 6,81 mln nel 1H25A, periodo che beneficiava inoltre di € 0,19 mln di utili da partecipazioni, mentre il Net Income si attesta a € 4,38 mln, sostanzialmente in linea con i € 4,39 mln del semestre precedente.

TABLE 3 – IMPACT OF VARIABLE REMUNERATION ON 1H26A RESULTS

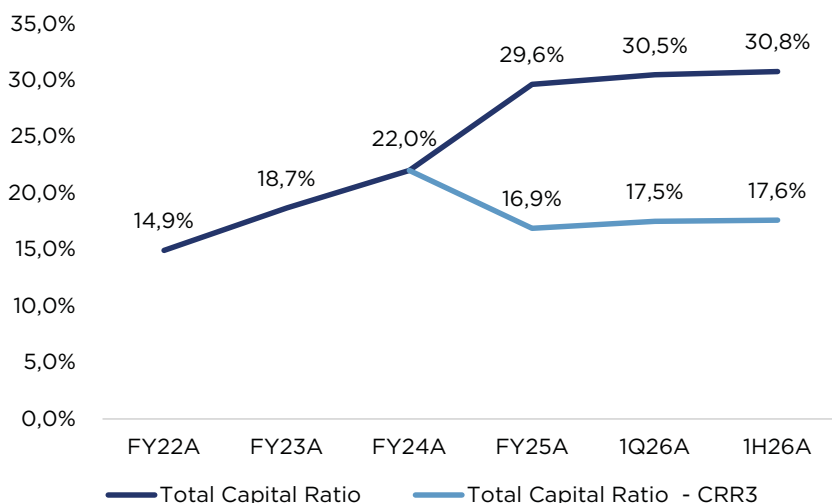
Income Statement Figures (€/mln)	1H26A	Adjusted 1H26A
Employees	(5,540)	(6,374)
Operating Costs	(11,613)	(12,447)
EBT	6,767	5,933
Taxes	(2,389)	(2,434)
Net Income	4,378	3,499

Source: Kruso Kapital, Integrae SIM elaboration

La lettura dei risultati richiede inoltre di considerare la componente variabile delle remunerazioni, non contabilizzata nel risultato reported a seguito delle restrizioni disposte da Banca d'Italia nei confronti del precedente Gruppo Banca Sistema, che prevedevano l'astensione dal pagamento della remunerazione variabile riferita agli esercizi 2024 e successivi. In previsione del venir meno di tali limitazioni a seguito del deconsolidamento, la Società stima uno stanziamento complessivo pari a circa € 0,83 mln, comprensivo della quota di competenza del 2026 e delle componenti relative al 2024-2025, queste ultime di natura non ricorrente. Includendo tale stanziamento e osservando la tabella sopra riportata, le spese per il personale salirebbero a € 6,37 mln, i costi operativi a € 12,45 mln, l'EBT scenderebbe a € 5,93 mln e il Net Income pro-forma si attesterebbe a € 3,50 mln.

Sul fronte patrimoniale, il totale attivo raggiunge € 233,02 mln, in aumento dell'8,4% rispetto al 31 dicembre 2025, mentre il patrimonio netto sale da € 58,25 mln a € 62,63 mln, con un RoTE annualizzato pari al 51,0%. Il Total Capital si attesta a € 29,3 mln, interamente rappresentato da CET1, con un Total Capital Ratio del 30,8%, rispetto al 29,7% di fine 2025; includendo la componente variabile delle remunerazioni, il ratio sarebbe pari al 29,9%. Nell'ipotesi di applicazione della CRR3 e della conseguente non ammissibilità prudenziale dell'oro non da investimento come garanzia, il TCR pro-forma risulterebbe pari al 17,6%, in miglioramento rispetto al 16,9% di fine 2025 e ampiamente superiore ai requisiti minimi.

CHART 2 - TOTAL CAPITAL RATIO EVOLUTION



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

Le passività finanziarie valutate al costo ammortizzato aumentano a € 149,50 mln, rispetto a € 134,69 mln al 31 dicembre 2025, principalmente per effetto dell'emissione obbligazionaria perfezionata nel secondo trimestre. Successivamente alla chiusura del semestre, Kruso Kapital ha completato la riapertura del prestito obbligazionario, portando l'ammontare complessivo della raccolta a € 20,00 mln. Il prestito presenta durata triennale, scadenza nel 2029, rimborso bullet e tasso variabile indicizzato all'Euribor a sei mesi, e rappresenta un ulteriore passo nel percorso di diversificazione delle fonti di funding e di progressiva riduzione della dipendenza dalla raccolta infragruppo.

FY26E-FY28E Estimates

€/mln	FY26E	FY27E	FY28E
Interest Margin			
New	13,70	14,75	16,05
Old	13,70	14,75	16,05
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Brokerage Margin			
New	36,85	40,35	43,70
Old	36,85	40,35	43,70
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Brokerage Margin %			
New	22,4%	22,3%	22,1%
Old	22,4%	22,3%	22,1%
Change	0,0%	0,0%	0,0%
EBT			
New	9,65	12,90	16,05
Old	9,65	12,90	16,05
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Net Income			
New	6,25	8,40	10,45
Old	6,25	8,40	10,45
Change	0,0%	0,0%	0,0%
Average Loans			
New	164,33	181,30	197,55
Old	164,33	181,30	197,55
Change	0,0%	0,0%	0,0%

Source: Integrae SIM

Alla luce dei risultati del primo semestre 2026, confermiamo integralmente le nostre stime per il periodo FY26E-FY28E. La crescita degli impieghi e del Brokerage Margin risulta coerente con il percorso delineato nel precedente update e con gli obiettivi del Piano Industriale, mentre l'evoluzione dei costi e della redditività riflette il carattere transitorio dell'esercizio 2026, segnato dal rafforzamento della struttura stand-alone e dalla progressiva sostituzione del funding infragruppo con fonti di mercato. La riapertura del prestito obbligazionario, che ha portato la raccolta complessiva a € 20,00 mln, rappresenta un'ulteriore conferma dell'esecuzione del programma di diversificazione finanziaria già incorporato nel nostro modello.

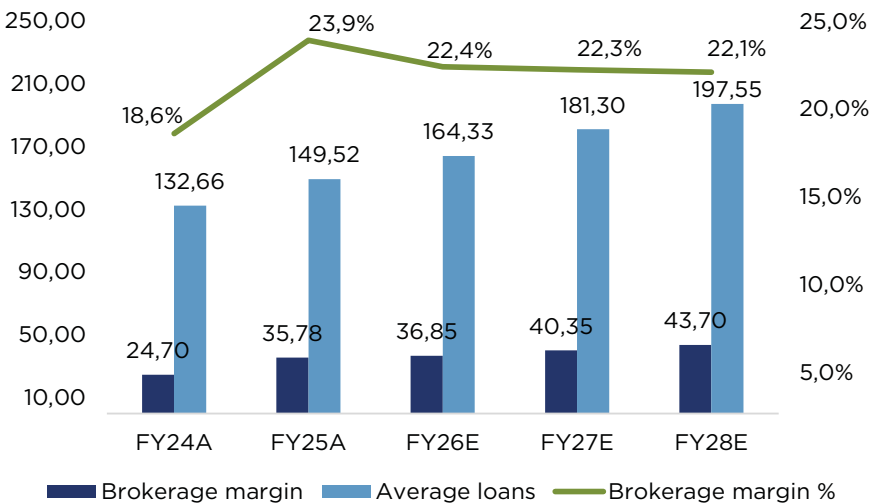
Gli impieghi al 30 giugno 2026, pari a circa € 170,5 mln, risultano già prossimi alla nostra stima di fine esercizio di € 173,5 mln. Allo stesso tempo, il Brokerage Margin del 1H26A, pari a € 18,48 mln, implica un contributo di € 18,37 mln nel secondo semestre per il raggiungimento della nostra stima annuale di € 36,85 mln, sostanzialmente in linea con il livello realizzato nei primi sei mesi.

La conferma delle stime incorpora tuttavia una dinamica più prudente per la seconda parte dell'esercizio. L'Interest Margin FY26E resta previsto a € 13,70 mln, con un contributo implicito nel 2H26 pari a € 5,65 mln, inferiore rispetto agli € 8,05 mln del

primo semestre, per effetto del progressivo aumento del costo medio della raccolta. Analogamente, la nostra stima di Net Income pari a € 6,25 mln riflette l'incremento atteso dei costi di struttura, il maggiore costo del funding e la componente variabile delle remunerazioni non inclusa nei dati reported del semestre. Nel complesso, le nostre previsioni mantengono quindi un'impostazione prudente rispetto al run-rate operativo del primo semestre.

Brokerage Margin e Average Loans

CHART 3 - BROKERAGE MARGINS AND AVERAGE LOANS 2024-2028



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

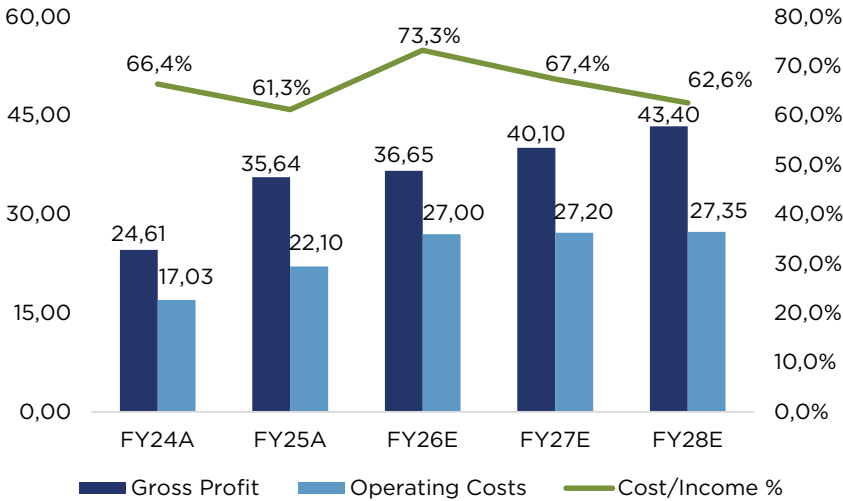
La crescita degli Average Loans rappresenta il principale driver operativo del Piano, con un incremento atteso da € 149,52 mln nel FY25A a € 164,33 mln nel FY26E, € 181,30 mln nel FY27E e € 197,55 mln nel FY28E, corrispondente a un CAGR 2025-2028 di circa il 9,7%. L'espansione sarà sostenuta dalla crescita organica sull'attuale rete italiana, dall'apertura di nuove filiali, dal contributo crescente di CEP in Portogallo e da eventuali acquisizioni selettive di portafogli coerenti con il core business.

Il Brokerage Margin è atteso crescere da € 35,78 mln nel FY25A a € 36,85 mln nel FY26E, per poi raggiungere € 40,35 mln nel FY27E e € 43,70 mln nel FY28E. Nel 2026, l'incremento degli impieghi viene in buona parte assorbito dal maggiore costo della raccolta e dal minor contributo delle aste osservato nel primo semestre; negli esercizi successivi, la crescita dei volumi, la normalizzazione dell'attività d'asta e il maggiore contributo delle controllate estere sostengono una più marcata espansione del margine.

Il Brokerage Margin % si riduce dal 23,9% del FY25A al 22,4% nel FY26E, stabilizzandosi successivamente al 22,3% nel FY27E e al 22,1% nel FY28E. La flessione rispetto al livello particolarmente elevato del 2025 riflette principalmente il nuovo mix di funding, più oneroso rispetto alla raccolta storicamente fornita da Banca Sistema, mentre la sostanziale stabilità del ratio lungo il periodo di Piano conferma la capacità del Gruppo di preservare una redditività elevata sugli impieghi.

Gross Profit, Operating Costs e Cost/Income

CHART 4 - GROSS PROFIT, OPERATING COSTS AND COST/INCOME 2024-2028



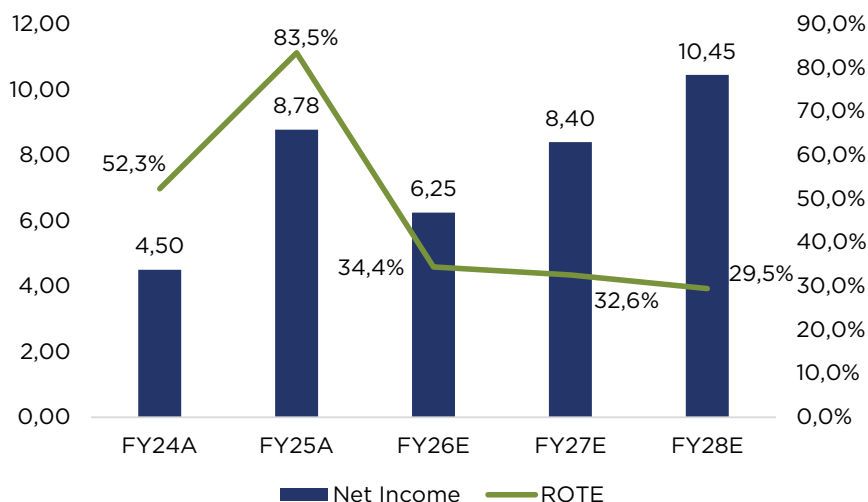
Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

Il 2026 rappresenta il punto di maggiore discontinuità sul fronte dei costi. Il Gross Profit è atteso a € 36,65 mln, in moderata crescita rispetto a € 35,64 mln nel FY25A, mentre i costi operativi aumentano da € 22,10 mln a € 27,00 mln. L'incremento riflette il rafforzamento dell'organico, la nuova struttura di governance, l'internalizzazione e l'acquisto di servizi precedentemente forniti dal Gruppo Banca Sistema, nonché gli investimenti necessari per sostenere l'espansione geografica e commerciale.

Ne deriva un Cost/Income pari al 73,3% nel FY26E, rispetto al 61,3% circa del FY25A. La dinamica si inverte a partire dal 2027, quando la crescita del Gross Profit, atteso a € 40,10 mln nel FY27E e a € 43,40 mln nel FY28E, si accompagna a una base costi sostanzialmente stabile, pari rispettivamente a € 27,20 mln e € 27,35 mln. Il progressivo recupero di leva operativa determina quindi una riduzione del Cost/Income al 67,4% nel FY27E e al 62,6% nel FY28E, riportando il ratio su livelli prossimi a quelli osservati prima del percorso di deconsolidamento.

Net Income e ROTE

CHART 5 - NET INCOME E ROTE 2024-2028



Source: Kruso Kapital Historical Data, Integrae SIM Estimates

La maggiore incidenza dei costi operativi e finanziari determina una temporanea riduzione del Net Income da € 8,78 mln nel FY25A a € 6,25 mln nel FY26E. Dal 2027, il miglioramento del Brokerage Margin e il recupero dell'efficienza operativa sostengono una ripresa dell'utile netto, atteso a € 8,40 mln nel FY27E e a € 10,45 mln nel FY28E, livello superiore al risultato record registrato nel 2025.

Il ROTE segue una traiettoria di normalizzazione, passando dall'83,5% del FY25A al 34,4% nel FY26E, al 32,6% nel FY27E e al 29,5% nel FY28E. Il livello particolarmente elevato del 2025 rifletteva una base di Tangible Equity ancora contenuta, anche per effetto dell'elevata incidenza degli avviamenti sul patrimonio netto. La successiva riduzione del ratio non segnala quindi un deterioramento della redditività del business, ma deriva principalmente dal progressivo rafforzamento del patrimonio tangibile attraverso la ritenzione degli utili. Il mantenimento di un ROTE intorno al 30,0% conferma comunque l'elevata capacità del Gruppo di remunerare il capitale tangibile impiegato.

Nel complesso, i risultati del 1H26A supportano il nostro scenario di base: il 2026 resta un esercizio di transizione, caratterizzato da crescita degli impieghi ma da una temporanea pressione sulla redditività, mentre dal 2027 la maggiore scala operativa, la normalizzazione dei costi e il contributo crescente delle attività estere consentono un progressivo recupero dei margini e dell'utile netto. Le principali variabili da monitorare rimangono l'effettivo costo del nuovo mix di funding, la ripresa dell'attività d'asta nel secondo semestre e la tempistica di piena manifestazione dei costi connessi al deconsolidamento.

Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity value di Kruso Kapital sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

DCF Method

TABLE 4 - COST OF EQUITY

Ke			15,3%
Risk Free Rate 3,1%	β Adjusted 1,4	α (specific risk) 2,5%	
Market Premium 6,7%	β Relevered 1,7	D/E 233,3%	

Source: Integrae SIM

Abbiamo inserito un rischio specifico pari a 2,5%. Ne risulta quindi un Ke di 15,3%.

TABLE 5 - DCF VALUATION

DCF	% of Equity Value	
FCFE Actualized	31,83	44,2%
TV Actualized DCF	40,17	55,8%
Equity Value	72,01	

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed assumption, risulta un equity value di € 72,0 mln.

TABLE 6 - EQUITY VALUE SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Ke							
Growth Rate (g)		13,8%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%
	3,0%	86,2	82,8	79,7	76,9	74,3	72,0	69,8
	2,5%	83,8	80,7	77,8	75,1	72,7	70,5	68,5
	2,0%	81,6	78,7	76,0	73,5	71,2	69,2	67,2
	1,5%	79,6	76,8	74,3	72,0	69,9	67,9	66,1
	1,0%	77,7	75,2	72,8	70,6	68,6	66,7	65,0
	0,5%	76,0	73,6	71,4	69,3	67,4	65,6	64,0
	0,0%	74,4	72,1	70,0	68,1	66,3	64,6	63,0

Source: Integrae SIM

Market Multiples

Il nostro panel è formato da **operatori quotati attivi nel pawnbroking**, ritenuti più coerenti con il core business della Società. I comparables indicati, pur con differenze relative a scala e geografia, sono esposti a modelli basati su credito collateralizzato, beni preziosi, gioielli e monetizzazione del collaterale. Le stesse società sono state utilizzate anche per il calcolo del Beta applicato nel metodo DCF.

La tabella illustra anche una componente auction/marketplace, mantenuta come riferimento separato e prevalentemente qualitativo, coerente con la presenza di Art-Rite e il ruolo crescente delle aste nella monetizzazione dei beni non riscattati.

TABLE 7 - MARKET MULTIPLES

Company Name	P/E		P/BV	
	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
EZCORP Inc. Class A	15,3x	14,1x	1,3x	1,1x
FirstCash Holding Inc.	18,5x	16,0x	3,1x	2,7x
Ramsdens Holdings PLC	7,5x	12,0x	2,6x	2,4x
Cash Converters Intl	8,5x	8,7x	1,0x	1,1x
Median - Pawnbrokers	11,9x	13,1x	2,0x	1,7x
Copart Inc.	18,6x	17,6x	3,1x	2,7x
RB Global Inc.	25,0x	22,9x	n/a	n/a
Median - Auction/marketplace	21,8x	20,2x	3,1x	2,7x

Source: FactSet, Integrae SIM elaboration

TABLE 8 - MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY26E	FY27E
Equity Value		
P/E (80,0%)	74,26	109,75
P/BV (20,0%)	125,78	126,85
Equity Value post 25,0% discount		
P/E (80,0%)	55,69	82,31
P/BV (20,0%)	94,34	95,14
Average	63,42	84,88

Source: Integrae SIM

L'equity value di Kruso Kapital, utilizzando la media ponderata tra i market multiples P/E (80,0%) e P/BV (20,0%) e applicando uno sconto liquidità del 25,0%, risulta essere **pari a circa € 74,2 mln**. Lo sconto riflette la dimensione ancora contenuta della Società rispetto ai comparables, la fase di stabilizzazione dell'azionariato post OPAS e la necessità di verificare la liquidità del titolo dopo il passaggio a Euronext Milan.

Equity Value

TABLE 9 - EQUITY VALUE

Average Equity Value (€/mln)	73,08
Equity Value DCF (€/mln)	72,01
Equity Value Multiples (€/mln)	74,15
Target Price (€)	0,030

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un **equity value di € 73,08 mln. Il target price è pari a € 0,030, rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 10 - TARGET PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Multiples	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	8,3x	11,7x	8,7x	7,0x
P/BV	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x

Source: Integrae SIM

TABLE 11 - CURRENT PRICE IMPLIED VALUATION MULTIPLES

Main Ratios	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
P/E	4,9x	6,9x	5,1x	4,1x
P/BV	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x

Source: Integrae SIM

Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessia Di Florio and Costanza Del Ponte are the current financial analysts.

Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRAE SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price (€)	Recommendation	Target Price (€)	Risk	Comment
07/08/2025	0,019	U/R	U/R	Medium	Breaking News
11/11/2025	0,017	U/R	U/R	Medium	Breaking News
11/02/2026	0,017	U/R	U/R	Medium	Breaking News
18/06/2026	0,019	BUY	0,030	Medium	Update

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integrae SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integrae SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM SpA has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site (www.integraesim.it). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or

solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the Upside Potential (increase in value or return that the investment could achieve based on the current price and a future target price set by the analysts), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the upside potential may temporarily fall outside the proposed range

Upside Potential (for different risk categories)

Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	Upside $\geq$ 7.5%	Upside $\geq$ 10%	Upside $\geq$ 15%
HOLD	-5% < Upside < 7.5%	-5% < Upside < 10%	0% < Upside < 15%
SELL	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ -5%	Upside $\leq$ 0%
U.R.	Under Review		
N.R.	Not Rated		

Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRAE SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies). The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Kruso Kapital SpA;